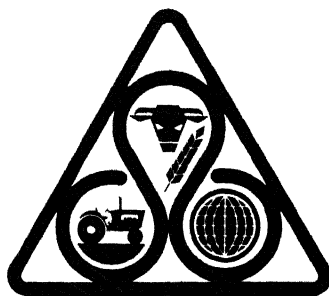


STUDIES IN RURAL FINANCE

AGRICULTURAL FINANCE PROGRAM



Department of Agricultural Economics and Rural Sociology

**THE OHIO STATE UNIVERSITY
COLUMBUS, OHIO
43210**

Economics and Sociology
Occasional Paper #1061

LOS MERCADOS FINANCIEROS RURALES EN LA
REPUBLICA DOMINICANA. UN MARCO TEORICO
DE REFERENCIA PARA SU INVESTIGACION.

Claudio González Vega

LOS MERCADOS FINANCIEROS RURALES EN LA
REPUBLICA DOMINICANA. UN MARCO TEORICO
DE REFERENCIA PARA SU INVESTIGACION.

Claudio González Vega*

Antecedentes

Durante las dos últimas décadas los mercados financieros de la República Dominicana han experimentado un desarrollo importante. Este progreso se ha reflejado en el crecimiento de los volúmenes de crédito otorgados, incluso cuando estos se miden en términos reales, así como en la creación de numerosas instituciones financieras, que han proporcionado diversas clases de servicios a los diferentes sectores de la economía. Este desarrollo financiero ha sido posible debido principalmente a la relativa estabilidad de precios y del tipo de cambio del peso, en comparación con otros países que han sufrido presiones inflacionarias mayores. Además, montos sustanciales de recursos financieros externos, provenientes tanto de bancos privados como de las agencias internacionales de desarrollo (incluyendo al Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y la Agencia para el Desarrollo Internacional de los Estados Unidos: AID), han facilitado el financiamiento de la producción y del comercio dominicanos.

* Profesor de Economía Agrícola y de Economía en Ohio State University. Ex-decano de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Costa Rica. Coordinador del grupo de asesores de Ohio State University en el Proyecto de Movilización de Ahorro Rural en la República Dominicana.

A pesar de este progreso, ciertos aspectos del desarrollo financiero de la República Dominicana merecen atención. En primer lugar, el esfuerzo por movilizar el ahorro interno a través de las instituciones financieras nacionales ha sido débil, de manera que una parte importante del ahorro generado no fluye a través del sistema financiero institucional. Una porción importante de la inversión bruta interna se ha financiado con recursos extranjeros, acentuando los problemas asociados con el endeudamiento externo elevado. Además, en los años más recientes, la tradicional estabilidad de precios y del tipo de cambio ha comenzado a perderse y esto ha provocado una disminución, en términos reales, de los montos de recursos movilizados por las instituciones financieras formales y de los montos de crédito otorgados por el sistema institucional.

Las políticas financieras no se han ajustado con la celeridad requerida a las cambiantes expectativas de los ahorrantes e inversionistas, dadas las presiones inflacionarias y cambiarias existentes. La consecuencia principal ha sido una acelerada expansión de los mercados financieros informales, que han respondido con tasas de rendimiento atractivas y congruentes con las expectativas de los ahorrantes, atrayendo así recursos que anteriormente se canalizaban a través de las instituciones formales, sometidas a las regulaciones y controles del Banco Central.

La otra característica del desarrollo financiero formal en la República Dominicana es que se ha tratado de un fenómeno

esencialmente urbano. Si bien una porción importante de los recursos nacionales y extranjeros que las instituciones formales han prestado se han destinado a actividades agropecuarias, la agricultura sigue sufriendo de una importante falta de atención por parte del sistema financiero dominicano. Aunque la razón del volumen de crédito agropecuario con respecto a la producción del sector se incrementó de 10.5 por ciento en 1965, a 19.8 por ciento en 1976, esta razón sigue siendo baja, cuando se la compara con su equivalente en otros países de América Latina (México, Brazil, Honduras, Costa Rica).

Además, la mayor parte de la población rural no ha tenido acceso a la gama de servicios financieros que se ofrecen en las ciudades. Con las dificultades recientes que ha experimentado el sector financiero formal, el crédito destinado al sector agropecuario parece haberse contraído más rápidamente que el resto de la cartera de préstamos bancarios. Por otra parte, aunque se sabe poco acerca de su funcionamiento, en el pasado los mercados financieros informales parecen haber sido muy activos en las zonas rurales, pero es probable que los altos rendimientos que ahora se pagan en los mercados financieros informales urbanos estén atrayendo parte de los recursos que anteriormente se prestaban en las zonas rurales, contribuyendo a la descapitalización del agro.

El Proyecto de Movilización de Ahorros Rurales nació de la observación por parte de las autoridades monetarias de la República Dominicana, funcionarios de la AID e investigadores de

la Universidad del Estado de Ohio (OSU), así como por parte de otros conocedores de la situación financiera del agro dominicano, de que estas deficiencias de los mercados financieros rurales constituyen un obstáculo importante para mejorar la productividad y aumentar la producción en el sector agropecuario y, en general, para promover el desarrollo de las zonas rurales del país. El propósito principal del Proyecto es aumentar el conocimiento disponible sobre el funcionamiento de dichos mercados financieros, a fin de que las autoridades correspondientes puedan tomar las decisiones de política requeridas con un mejor conocimiento de la realidad a que se van a aplicar, para finalmente lograr una mejor prestación de servicios financieros en las zonas rurales.^{1/}

Para alcanzar sus objetivos el Proyecto desplegará tres tipos de actividades, íntimamente vinculadas:

(a) Campañas de movilización de ahorros en las zonas rurales. Inicialmente se ha seleccionado un número pequeño de sucursales del Banco Agrícola y de cooperativas asociadas a FEDOCOOP para poner en marcha estas campañas. De acuerdo con los resultados obtenidos, otras oficinas del Banco, otras cooperativas y otras instituciones financieras podrían ser incorporadas con posterioridad al esfuerzo piloto. A su conclusión se espera haber aprendido suficiente acerca de este tipo de actividad como para poder generalizar los resultados a nivel nacional.

b) Esfuerzos de investigación encaminados a aumentar la capacidad de diversas instituciones dominicanas para el análisis

de los problemas de los mercados financieros rurales y a acrecentar el cúmulo de conocimientos disponibles sobre estos mercados por parte de las autoridades del sistema financiero del país. Estas actividades incluirán varios "paquetes" de investigación, a ser desarrollados sucesivamente, sobre temas de interés para las instituciones participantes. Esta investigación se llevará a cabo por parte de instituciones dominicanas por sí mismas, en colaboración con otras instituciones nacionales o en cooperación con investigadores de la OSU.

c) Actividades de entrenamiento para los encargados de la movilización de ahorros o del diseño de las políticas que inciden sobre esta movilización, así como esfuerzos de diseminación de estudios sobre mercados financieros rurales en la República Dominicana y en otros países, de logros de las campañas de movilización de ahorros y de instrumentos y conceptos que puedan ser útiles para mejorar la provisión de servicios financieros a la población rural. Esto se logrará por medio de cursos, seminarios, talleres de trabajo, foros de discusión y publicaciones apropiadas, con participación de los investigadores, autoridades y funcionarios de las instituciones involucradas en el Proyecto y de los asesores de la OSU.

Este trabajo se propone proporcionar un marco teórico de referencia para orientar los esfuerzos del primer "paquete" de investigación que se intentará ejecutar dentro de los lineamientos del Proyecto. El trabajo parte del concepto de que el sistema financiero de un país en desarrollo es importante para promover

el crecimiento y la estabilidad. Por eso, en una primera sección se examina cómo es que ha evolucionado el interés de los economistas con respecto al sector financiero de la economía. En una segunda parte se describen, más en detalle, los servicios principales que el sistema financiero presta en una economía. A continuación se discuten algunas técnicas de represión financiera que en muchos países han obstaculizado un desarrollo financiero eficiente. En particular, el desarrollo de un sistema financiero nacional se relaciona con las políticas que afectan la tasa de inflación, el tipo de cambio y las tasas de interés y, en general, con las regulaciones impuestas al sistema financiero. Por su importancia reciente en muchos países, en esta sección se discute con algún detalle el origen fiscal de la mayoría de las técnicas de represión financiera y se vinculan las posibilidades de crecimiento del sistema financiero a la solución de los problemas que plantea el financiamiento de las actividades del sector público. Se concluye con algunas ideas generales acerca de la orientación que deben tener las propuestas para el primer "paquete" de investigación.

La Importancia del Sistema Financiero en el Desarrollo

Hasta recientemente, el papel del sistema financiero y la naturaleza de sus posibles contribuciones al desarrollo económico de los países pobres no habían recibido mucha atención. Algunos economistas del siglo XIX y principios del siglo XX, en especial Schumpeter, reconocieron la

importancia del sistema financiero en la promoción de la inversión, la innovación y el crecimiento.^{2/} Desde entonces, sin embargo, las teorías sobre el crecimiento ignoraron completamente los procesos financieros o bien los trataron como un elemento pasivo en el desarrollo, que simplemente se ajusta al comportamiento de las variables reales. Así, el sistema financiero fue excluido de las principales tradiciones sobre el desarrollo económico, tanto en la teoría como en la práctica. Los modelos de crecimiento de Harrod-Domar, los modelos de oferta ilimitada de trabajo de Lewis y de Fei-Ranis, los modelos de dos brechas de Chenery y los modelos cepalinos y estructuralistas no incorporaron el sistema financiero o, en el mejor de los casos, le asignaron solo un papel marginal.^{3/}

La mayor atención que el sistema financiero ha recibido recientemente ha reflejado tanto avances importantes en el ámbito de la teoría monetaria y del desarrollo, como una necesidad práctica surgida de cambios en las circunstancias. El más notorio de estos últimos cambios ha sido la mayor difusión y aceleración de los fenómenos inflacionarios en todo el mundo subdesarrollado. Hasta mediados de la década de los 1970s, la inflación había sido un mal crónico sólo en los países del Cono Sur de América Latina; hoy en día, son pocos los países que no sufren las presiones inflacionarias. La inflación es en esencia un impuesto sobre el sistema financiero. La experiencia de las últimas décadas ha permitido apreciar la magnitud del impacto negativo de la

inflación sobre el tamaño y funcionamiento del sistema financiero y por lo tanto ha despertado un mayor interés sobre estos temas.

Otra circunstancia importante ha sido la creciente internacionalización de los mercados de capital. Durante la década de los 1970s, los ahorros externos llegaron a ser una de las fuentes más importantes de financiamiento de la inversión en los países pobres. Algunos países acumularon una deuda externa enorme en pocos años y cuando, eventualmente, los recursos internacionales se volvieron más caros y escasos, el servicio de esta deuda generó graves dificultades y ha puesto en peligro el crecimiento futuro de muchas economías.

Además, la apertura con respecto a los movimientos internacionales de capital ha operado en ambas direcciones. Si bien esta apertura hizo posible los ingresos masivos de recursos adicionales a mediados de la década de los 1970s, también facilitó la repatriación de las inversiones extranjeras y la fuga de capitales nacionales a finales de la década, una vez que las circunstancias cambiaron. Todo esto ha volcado la atención sobre la necesidad de movilizar más eficazmente el ahorro interno voluntario. En vista de las dificultades políticas y administrativas en muchos países pobres para aumentar sustancialmente los impuestos y en vista de las graves desventajas de usar la inflación como un instrumento fiscal, se le está poniendo mayor atención que antes a la posibilidad de

movilizar y retener ahorros nacionales por medio del sistema financiero.

En el ámbito teórico, un avance importante fue la formulación de la teoría monetaria como una parte de la teoría del capital. Desde esta perspectiva al dinero y a los activos financieros se les trata como alternativas frente a los activos reales, en las carteras de riqueza. Las relaciones de sustitución o de complementariedad que se dan entre todos estos activos constituyen una de las preocupaciones importantes de la teoría financiera.^{4/} Un segundo tipo de avance teórico ha sido la integración de la teoría monetaria con la teoría del crecimiento, lo que ha permitido la construcción de modelos que han incorporado explícitamente el dinero y los procesos financieros en la explicación del crecimiento.^{5/}

El progreso teórico más importante lo ha constituido, sin embargo, el análisis de las relaciones entre el desarrollo financiero, el proceso de ahorro e inversión y el crecimiento real de la economía, inspirado en el trabajo pionero de Gurley y Shaw.^{6/} Estas contribuciones culminaron con los libros Financial Deepening in Economic Development, por Edward S. Shaw, y Dinero y Capital en el Desarrollo Económico, por Ronald I. McKinnon, publicados a mediados de la década de los 1970s.^{7/} Estos autores le atribuyeron al dinero, el sistema financiero y las operaciones de la banca una importancia mucho mayor que la que se les había reconocido hasta entonces

e incorporaron estos conceptos en modelos de desarrollo apropiados para el análisis de los problemas de los países pobres.

Shaw y McKinnon destacaron la posición de gran influencia que los mercados financieros tienen sobre los procesos de ahorro e inversión. Esta posición clave se debe a que el sector financiero es único en cuanto a la medida en que sus mercados, precios, instituciones y políticas afectan a los demás sectores de la economía. El dinero, en particular, es el único bien que se intercambia directa y universalmente por todos los demás bienes. Los precios que surgen en estos mercados, las tasas de interés, son los precios con influencia sobre una más variada gama de decisiones económicas. Desde esta perspectiva, el sistema financiero podría ser comparado con el aparato circulatorio: a través de este sistema fluyen los recursos de ahorro e inversión y se transfiere poder de compra de unos sectores a otros. El sistema financiero también podría ser comparado con el sistema nervioso, en la medida en que sus precios son señales que se transmiten a lo largo de toda la economía y afectan las decisiones de asignación de recursos.

Los Servicios del Sistema Financiero

El sistema financiero de la economía es una red de mercados donde se crean, intercambian y destruyen activos y pasivos financieros y se prestan servicios financieros. Se trata de un sector de actividad económica que, como cualquier otro, tiene sus

propias empresas, emplea factores de la producción y utiliza diferentes clases de insumos y maneja información, de acuerdo con tecnologías apropiadas, a fin de prestar una serie de servicios. En la medida en que el sistema financiero utiliza factores de la producción escasos, que podrían ser empleados en otras actividades productivas, los servicios financieros tienen un costo de oportunidad importante. Estos costos se justifican, por lo tanto, únicamente en la medida en que los servicios financieros que se producen aumenten la productividad de la economía en general. Cuáles son estos servicios?

En primer lugar, el sistema financiero presta el servicio de proporcionar un medio de cambio, universalmente aceptado, que además cumpla con las otras funciones tradicionales del dinero de ser unidad de cuenta y depósito de valor. Este es el servicio de "monetización" de la economía, función que es indispensable para superar los elevados costos de transacciones asociados con una economía de trueque. Como es bien conocido, estos costos de transacciones, asociados con la necesidad de lograr una doble coincidencia de intenciones de intercambio, restringen el tamaño de los mercados, así como las oportunidades para la división del trabajo y explican los bajos niveles de productividad asociados con el trueque. La "profundización monetaria" reduce estos costos de las transacciones, aumenta el tamaño de los mercados y, a través de la especialización y el comercio, incrementa la productividad de la economía.

La introducción de estos servicios monetarios, gracias al desarrollo de un sistema financiero, es importante en una economía pobre en la que todavía existan sectores importantes de subsistencia y autosuficiencia. En países más avanzados, donde el sistema de pagos está debidamente establecido, surge el peligro de que las presiones inflacionarias reduzcan la eficacia con que el sistema proporciona este servicio. Durante una hiperinflación, tal función termina por desaparecer. En economías pequeñas y muy abiertas, como la de la República Dominicana, no se necesita una hiperinflación para que el sistema financiero nacional deje de prestar debidamente este servicio, ya que se encuentran al alcance de las unidades económicas medios de pagos extranjeros (como los dólares de Estados Unidos) que son sustitutos cercanos de los medios de pago nacionales. Este fenómeno de "sustitución de monedas" (currency substitution) ha tomado mucho vigor en épocas recientes, con el mejoramiento de los medios de comunicación internacionales y con el deterioro del poder de compra de las monedas locales.

En segundo lugar, el sistema financiero presta servicios de intermediación financiera entre las unidades superavitarias (ahorrantes) y las unidades deficitarias (inversionistas) en los mercados de capital. En ausencia de estos mercados, es decir, bajo condiciones de autofinanciamiento, todo acto de ahorro (posposición del consumo) es necesariamente un acto de inversión (aumento de la capacidad productiva). Los mercados financieros

facilitan la división del trabajo entre ahorrantes e inversionistas. En realidad, no existe razón para suponer que quienes en un momento determinado tienen capacidad de ahorro sean necesariamente quienes en ese momento posean las mejores oportunidades de inversión. El papel del sistema financiero estriba en canalizar los ahorros disponibles hacia las inversiones más rentables en que estos pueden invertirse.

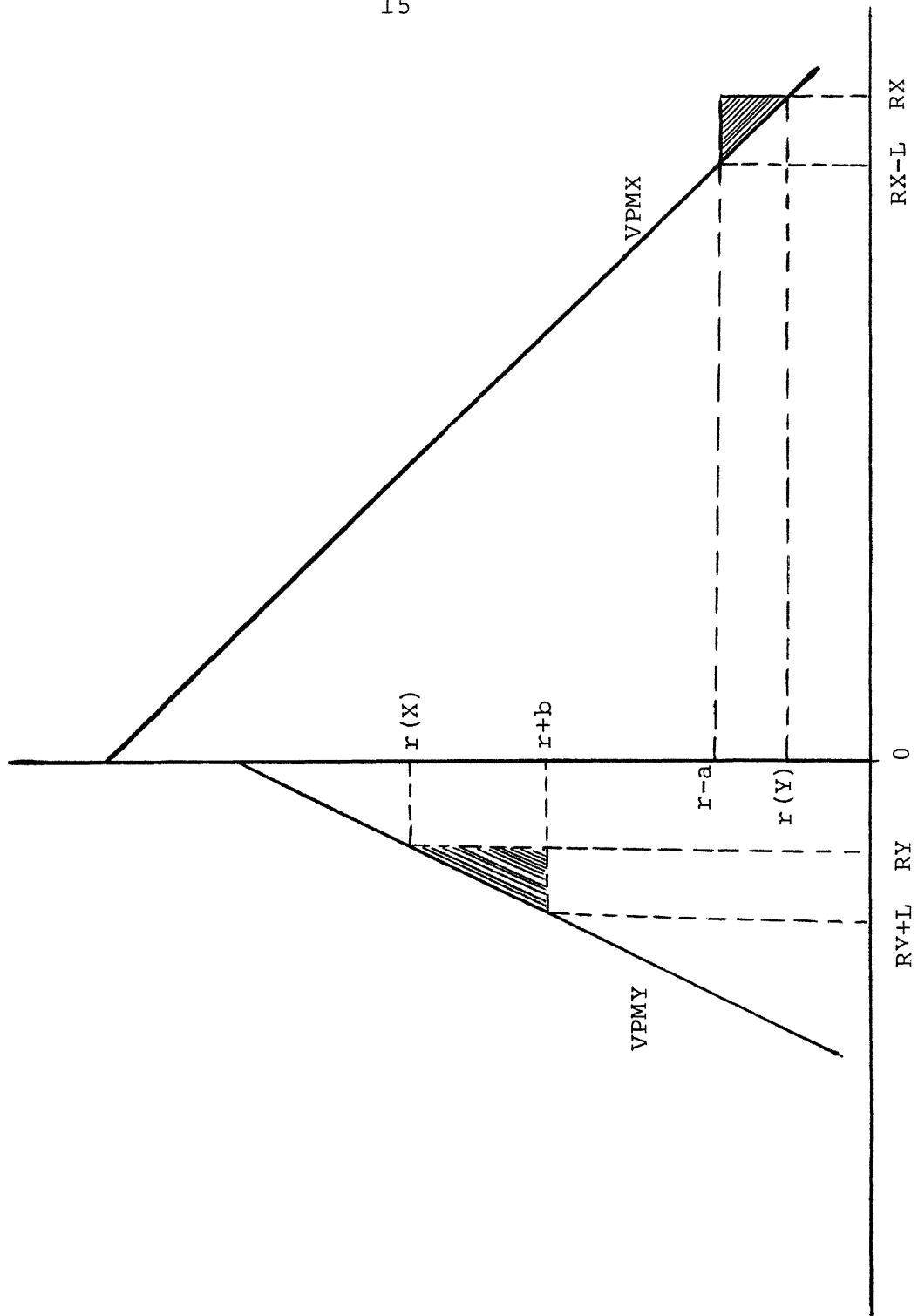
McKinnon ha enfatizado el concepto de "fragmentación". En mercados segmentados, las unidades económicas se encuentran aisladas, se enfrentan a precios diferentes por los bienes, servicios y factores de la producción y no tienen el mismo grado de acceso, en igualdad de condiciones, a los recursos, la tecnología y los servicios públicos. Esta fragmentación se manifiesta, entre otras formas, como una mala correlación entre las oportunidades de inversión y el acceso a los recursos necesarios para aprovecharlas. Muchos productores con buenas oportunidades no pueden aprovecharlas porque no cuentan con los recursos propios necesarios ni tienen acceso al crédito institucional. Otros productores, con excedentes de recursos en comparación con sus oportunidades, se ven forzados a destinarlos a usos poco rentables. La consecuencia es una amplia dispersión de las tasas marginales de rendimiento en la economía: unidades que obtienen elevadas tasas marginales de rendimiento coexisten con otras que reciben tasas marginales negativas.

En estas circunstancias lo que interesa no es solamente la tasa a que el capital se acumula, sino también la manera como esa inversión se canaliza. No se puede suponer, como en sistemas más integrados, que existan fuerzas que igualen las tasas marginales de rendimiento a través de la economía. Resulta necesario, por lo tanto, mejorar la "calidad" del proceso de formación de capital, facilitando la canalización de recursos desde donde están siendo invertidos en proyectos poco rentables, hacia donde existen mejores oportunidades que no están siendo aprovechadas por falta de medios. El sistema financiero, cuando funciona eficientemente, juega este papel.

Todo esto se representa en el Gráfico 1. En este gráfico de dos cuadrantes, desde el origen (0) se miden cantidades positivas en todas direcciones. En el eje horizontal, a cada lado del origen, se miden los montos (en pesos) de los recursos empleados por dos productores diferentes, X e Y. Las curvas $VPMX$ y $VPMY$ representan el valor del producto marginal de los recursos empleados por cada uno de ellos en su actividad productiva. En el gráfico, la oportunidad productiva de X es, en términos generales, mejor que la de Y. Los montos RX y RY representan los montos originales de recursos propios con que cuenta cada productor. De nuevo, la disponibilidad de recursos propios es mayor en el caso de X.

En el eje vertical se miden tasas de interés y tasas de rendimiento marginal de las actividades productivas. Las tasas $r(X)$

GRAFICO 1.



y $r(Y)$ representan las tasas marginales de rendimiento alcanzables bajo condiciones de autofinanciamiento de la producción con los recursos propios de cada productor. Como se puede apreciar, a pesar de que Y tiene una oportunidad productiva globalmente inferior a la de X, la tasa marginal de rendimiento de sus recursos propios es mayor que la de X. Esto se debe a la restricción impuesta por su propia disponibilidad de recursos, que es más limitante que la de X. Es decir, un peso adicional de recursos aumentaría más el valor de la producción en el caso de Y que en el caso de X. Debido a esta dispersión de las tasas de rendimiento en la economía, los recursos no están siendo asignados eficientemente y el ingreso de ambos productores se podría aumentar si se hiciera posible algún tipo de contacto (financiero) entre ellos.

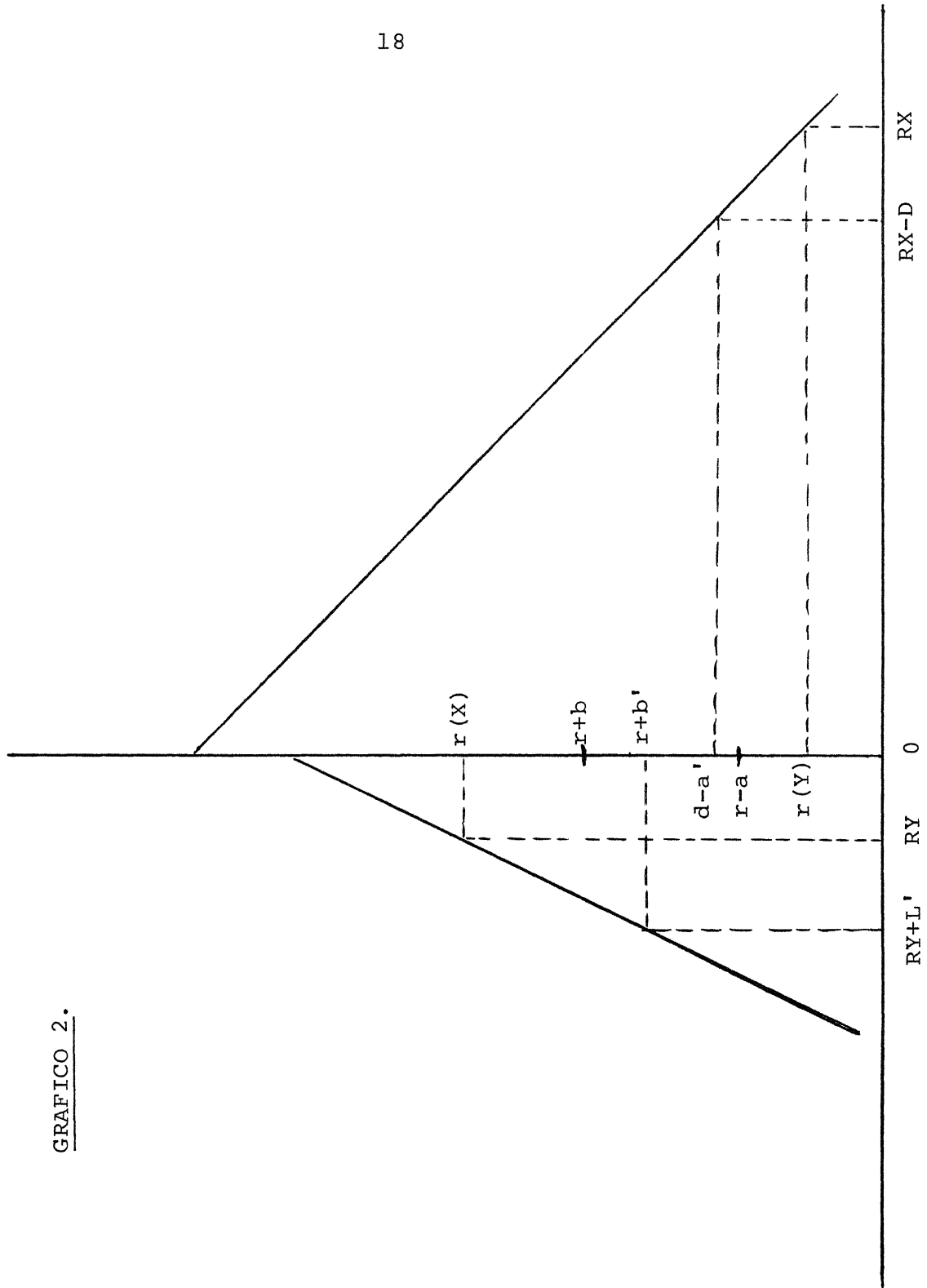
El autofinanciamiento podría ser superado mediante la aparición de un mercado en el que el productor X le hiciera un préstamo al productor Y (contacto directo entre ahorrante e inversionista). En el Gráfico 1 dicho préstamo, por el monto L , reduce la utilización de recursos en actividades productivas por parte del productor X al monto $(RX - L)$ y aumenta la utilización de recursos por parte de Y a la cantidad $(RY + L)$. El productor Y debe pagar una tasa de interés (r) e incurrir en ciertos costos para obtener el préstamo (b) , pero una vez cancelado el principal del préstamo y deducidos estos costos recibe un incremento en su ingreso neto igual a la zona sombreada en el gráfico. A su vez, el productor X recibe un interés sobre el préstamo (r) , del que

debe deducir ciertos costos asociados con el otorgamiento del préstamo (a). Esta operación le genera un incremento neto en su ingreso igual al área sombreada en el gráfico. Como era de esperarse, ambos productores ganan con la transacción financiera.

La diferencia entre el costo de los fondos para el deudor ($r + b$) y los ingresos netos por el préstamo para el acreedor ($r - a$) constituye los costos de transacciones de la operación ($a + b$). En el caso del contacto directo entre unidades superavitarias (acreedores) y unidades deficitarias (deudores) estos costos de transacciones son muy elevados, en vista del tamaño pequeño de las operaciones, el alto riesgo que implican y, sobre todo, lo costoso de adquirir información adecuada para juzgar la posibilidad de falta de pago del préstamo. Como en el trueque, los interesados deben invertir recursos en obtener una doble coincidencia de necesidades, lo que resulta muy costoso. La consecuencia es un bajo rendimiento para los ahorrante-acreedores, un alto costo de los fondos para los inversionistas-deudores y un volumen reducido de préstamos.

En el Gráfico 2 se presenta la situación después de que ha aparecido un intermediario financiero en el mercado. Este intermediario recibe depósitos de ahorrantes (como X) y le otorga préstamos a inversionistas (como Y). Los ahorrantes reciben una tasa de interés sobre el depósito (d) menos los costos de transacciones respectivos (a'). El deudor paga la tasa de interés sobre el préstamo (r) más los costos de endeudarse (b'). La

GRAFICO 2.



diferencia entre estas dos magnitudes incluye los costos de transacciones de ambos clientes (a' , b') así como los costos de transacciones y ganancias del intermediario (i), que se originan tanto de la movilización de los recursos como del otorgamiento de los préstamos.

Lo importante es notar que estos costos de transacciones ($a' + i + b'$), resultantes de la operación a través del intermediario (mediante el contacto indirecto entre deudor y acreedor) son inferiores a los costos de transacciones asociados con el préstamo directo ($a + b$). Esto hace posible que simultáneamente el ingreso neto del ahorrante aumente (ya que a' es menor que a) y el costo de los fondos para el deudor disminuya (ya que b' es menor que b). Esta reducción en los costos de transacciones se debe a que el intermediario puede generar economías de escala en sus operaciones, procura un manejo profesional de su cartera de préstamos, tiene oportunidad para la diversificación de sus riesgos, acumula información a través del tiempo acerca de la confiabilidad de sus clientes, debido a su especialización en el área financiera, y puede lograr transformaciones del plazo y del riesgo así como la divisibilidad de los fondos que maneja.

Estos servicios de intermediación entre ahorrantes e inversionistas hacen posible la eliminación de usos inferiores de los recursos, al ofrecérsele a los ahorrantes oportunidades superiores mediante la colocación de fondos en un depósito bancario, y permiten financiar actividades mejores que no se llevarían adelante en ausencia de los préstamos otorgados. Es

decir, el mercado financiero le ofrece servicios de depósito al ahorrante, quien puede obtener un mejor rendimiento de su inversión financiera que con otros usos de sus recursos, y le ofrece servicios de préstamos a los deudores, quienes tienen usos alternativos de esos recursos suficientemente rentables como para estar dispuestos a pagar un interés por los fondos requeridos. Ambos tipos de servicios son igualmente importantes, tanto desde el punto de vista de los clientes, como desde el punto de vista de una eficiente asignación de recursos en la economía.

En tercer lugar, el sistema financiero presta servicios de manejo de reservas de precaución. Toda unidad económica busca acumular depósitos de valor para hacerle frente a imprevisibles. En ausencia de mercados financieros estas reservas deben mantenerse en la forma de activos tangibles (joyas, animales, tierras). El sistema financiero no sólo hace posible mantener estas reservas a un costo menor y con una mayor liquidez, en la forma de depósitos, sino que también reduce el monto de las reservas requeridas, ya que en caso de emergencia se puede solicitar un préstamo para hacerle frente. Estas menores reservas, a su vez, liberan recursos para la producción.

Finalmente, el sistema financiero presta servicios de apoyo fiscal al gobierno. Esto es particularmente importante en los países en desarrollo, debido a la incipiente y fragilidad de sus sistemas tributarios. Si se abusa de esta función, sin embargo, se perjudica la prestación de las otras tres clases de servicios.

Profundización Y Represión Financiera

Shaw ha enfatizado el concepto de "profundización financiera" (financial deepening), que consiste en la acumulación de activos financieros, medidos en términos reales para descontar el impacto de la inflación sobre su valor nominal, a una tasa mayor que la acumulación de activos tangibles. Empresas y familias mantienen su riqueza e incorporan sus ahorros en diferentes clases de activos: activos reales productivos, como bienes de capital o inventarios de insumos; activos reales improductivos, como metales preciosos, joyas, edificios vacíos o residencias más lujosas de lo necesario, que se adquieren para protegerse de la inflación; activos financieros extranjeros, como cuentas bancarias en Nueva York o Miami; o activos financieros nacionales. Sólo cuando estos últimos se incorporan en las carteras de riqueza el sistema financiero nacional puede desarrollarse. Cuando hay profundización financiera, los ahorrantes canalizan una porción importante de sus recursos hacia el sistema financiero, en lugar de destinarlos a activos tangibles de baja rentabilidad social u otros sustitutos del dinero. Los recursos movilizados a través del sistema permiten, a su vez, el financiamiento de la producción y de la acumulación de bienes de capital, por parte de otras unidades económicas con mejores oportunidades productivas.

En resumen, la profundización financiera acelera el crecimiento económico en la medida en que proporciona incentivos

para el ahorro y la inversión y reduce la fragmentación de la economía. Los procesos financieros constituyen, ante todo, un instrumento poderoso para integrar mercados, con lo que se promueve el intercambio de bienes, la división del trabajo y la especialización en la economía y se incrementa la productividad de los recursos. Al ampliar y diversificar los mercados, la profundización financiera facilita la selección de los proyectos de inversión socialmente más rentables, estimula la competencia y la innovación y permite combinaciones más eficientes de los factores de la producción. En lugar de reconocer la importancia de un desarrollo financiero vigoroso, sin embargo, muchos países pobres han adoptado políticas que obstaculizan la profundización financiera y, de esta manera, restringen la formación de capital y el crecimiento.

Lo opuesto a la profundización financiera es la represión financiera. La represión financiera se caracteriza por el tamaño relativamente menor del sistema financiero, cuando se le compara con el resto de la economía, y por las bajas tasas de crecimiento de las magnitudes financieras, cuando se les mide en términos reales. Si hay represión financiera, el plazo de las operaciones se acorta y la variedad de los servicios financieros prestados se reduce. En estas circunstancias las tasas de rendimiento de los activos financieros son demasiado bajas e incluso negativas. El crédito se ve restringido en muchas de sus dimensiones y sólo unos pocos privilegiados tienen acceso a los servicios financieros ofrecidos en los mercados institucionales.

La poca profundización financiera que se observa en muchos países pobres se debe tanto a circunstancias propias del subdesarrollo - la fragmentación original - como a políticas que explícita o implícitamente han reprimido el sistema financiero - la fragmentación inducida. Recursos pobres, educación limitada, falta de sofisticación, el aislamiento de las unidades económicas y la falta de integración de los mercados impiden el desarrollo financiero. Si los rendimientos de la inversión en capital físico y humano son bajos, el ahorro, la inversión y la acumulación de activos financieros resultan poco atractivos. La profundización financiera también se ve obstaculizada por la incertidumbre, el tamaño reducido de las unidades económicas y los altos costos de la información necesaria para reunir a ahorrantes con inversionistas. Estos obstáculos se superan únicamente con la innovación, la integración de los mercados, el crecimiento mismo y políticas apropiadas.

La represión financiera, sin embargo, puede ser también el resultado de políticas incorrectas. Muchos países pobres han adoptado políticas sub-óptimas, que han acentuado, en vez de corregir, la fragmentación y las imperfecciones de los mercados de capital. Mucha atención se le ha puesto al alto grado de proteccionismo que ha caracterizado las estrategias de desarrollo de la mayoría de los países de América Latina.^{8/} La represión financiera, que ha sido igualmente común en estos países, ha recibido mucha menor atención. Sin embargo, las interferencias con la asignación del crédito han sido tan detalladas,

arbitrarias y profundas como las distorsiones asociadas con el comercio internacional.

Además, la protección y la represión financiera están altamente relacionadas. Las empresas públicas y privadas que han sido protegidas de la competencia extranjera, por medio de cuotas, tarifas y otras restricciones al comercio, y que han recibido tanto exoneraciones arancelarias para importar insumos como otros incentivos fiscales, son con frecuencia también las beneficiarias de los programas especiales de crédito. Estas empresas no sólo han tenido acceso a las divisas escasas, gracias a sus licencias de importación, sino que además han disfrutado del acceso privilegiado a las carteras bancarias, con lo que se han beneficiado del sustancial subsidio implícito en las tasas de interés, independientemente de la rentabilidad social de sus actividades.

Usualmente los mercados abiertos de valores primarios (acciones y bonos de las empresas, hipotecas, etc.) son insignificantes en los países pobres, por lo que se da un escaso contacto entre las unidades superavitarias (ahorrantes) y las unidades deficitarias (inversionistas). Existe así una gran tendencia al autofinanciamiento por parte de aquellos sin acceso a los mercados bancarios formales, característica de la fragmentación. Esta situación en sí misma no constituye una distorsión, ya que simplemente refleja el tamaño reducido del mercado, el bajo nivel del ingreso per cápita y los elevados costos de realizar pequeñas transacciones de ahorro, préstamo e inversión. La

falta de información y la incertidumbre le impiden a las empresas, todavía caracterizadas por la propiedad familiar, emitir bonos o comerciar públicamente sus acciones para atraer recursos de los pequeños ahorrantes.^{9/}

En estas circunstancias hay una gran preponderancia de los activos monetarios en los mercados de capital. Es decir, el sistema monetario juega un papel muy importante como intermediario entre ahorrantes e inversionistas. Una proporción elevada de los ahorros privados se mantienen en la forma de saldos monetarios - numerario y depósitos bancarios - los que, a la vez, constituyen los pasivos del Banco Central, bancos comerciales, bancos de desarrollo, financieras e instituciones de ahorro especializado, así como asociaciones de ahorro y crédito y otras organizaciones cooperativas, de donde proviene el grueso del financiamiento externo de las empresas.

A diferencia de lo que ocurre en economías más avanzadas, en estas economías no existe un mercado de valores amplio y activo. Por otra parte, aunque los volúmenes de recursos movili- zados a través de los mercados informales son cuantiosos, estos juegan un papel limitado como intermediarios en la asignación de recursos a nivel nacional. El sistema bancario y las instituciones afiliadas a los bancos constituyen la arteria principal para la asignación de recursos en la economía. En estas circunstancias, la magnitud, en términos reales, del flujo de fondos

prestables que resulta de la emisión de dinero y de la acumulación de depósitos bancarios - la oferta monetaria y el cuasi-dinero en el sentido más amplio - es de importancia crítica. En términos reales, estas magnitudes, a su vez, están determinadas por el nivel del ingreso, por circunstancias ambientales que definen los costos de transacciones y las expectativas y por políticas que afectan los incentivos asociados con diferentes formas de mantener la riqueza. Las políticas monetaria, fiscal y financiera de muchos países en desarrollo han limitado sustancialmente estos incentivos y han contribuido a la represión financiera.

Instrumentos de la Represión Financiera

Las técnicas de represión financiera han sido muchas. Algunas veces simples, otras excesivamente elaboradas, estas técnicas han tenido en común la consecuencia de hacer los activos financieros nacionales poco atractivos para los ahorrantes, a la vez que han restringido el acceso a los fondos prestables generados por el sistema, con lo que se ha facilitado la asignación administrativa de los recursos. Un paquete típico de represión financiera incluye: tasas elevadas, variables e impredecibles de inflación; tipos de cambio sobre-valorados; requisitos de encaje elevados y no uniformes sobre los depósitos bancarios; restricciones cuantitativas y cualitativas a las operaciones de crédito de los bancos y otros requisitos de cartera; el trato tributario

asimétrico del ahorro y de las diferentes formas de inversión; las políticas de redescuento y de manejo de la deuda externa y las limitaciones y otras disposiciones acerca de la estructura de tasas de interés, tanto activas como pasivas.

La inflación es una "política" de represión financiera ya que resulta de decisiones públicas acerca de la tasa de crecimiento del crédito interno, usualmente para financiar el déficit fiscal, en comparación con la demanda de dinero. Las expectativas de inflación, a su vez, entran en la formación de las tasas reales de interés y modifican el comportamiento de ahorrantes e inversionistas. La inflación es posiblemente la más dañina de las técnicas de represión financiera, por cuanto constituye un impuesto que recae directamente sobre el funcionamiento del sistema financiero.

Desde el punto de vista fiscal, la inflación es un mecanismo para trasladar poder de compra sobre recursos entre sectores: usualmente de los sectores privados al público, pero también de unos sectores privados a otros. Como cualquier otro impuesto, la inflación reduce el poder de compra del contribuyente, en este caso, del tenedor de activos financieros de rendimiento nominal fijo, típicamente numerario y depósitos bancarios. Durante el proceso inflacionario estos activos financieros experimentan una pérdida de su valor en términos reales. Empresas y familias, con tal de evitar el impuesto y la erosión de poder adquisitivo que este implica, abandonan poco a poco estos activos, buscando

otros que conserven mejor su valor: propiedades, inventarios de bienes e insumos en exceso de lo requerido y activos financieros extranjeros.

En este proceso, las instituciones financieras juegan el papel de agencias recaudadoras del impuesto inflacionario, pero como ocurre con la incidencia de cualquier otro impuesto, las instituciones financieras a veces se quedan con parte de la recaudación, a veces tienen que contribuir con sus recursos propios al monto recaudado, a veces trasladan a algunos de sus clientes parte de la recaudación y en última instancia ponen a disposición del sector público recursos para enjugar su déficit fiscal. Cuál en definitiva sea la incidencia sobre los diferentes participantes en el mercado financiero dependerá de la estructura de tasas de interés activas y pasivas, de la estructura de encajes legales y de las elasticidades de las ofertas y demandas de fondos correspondientes.

El proceso inflacionario perjudica al sistema financiero de muchas maneras. En primer lugar, la inflación reduce el tamaño del sistema financiero nacional, en términos reales, ya que desestimula la canalización de ahorros en la forma de activos financieros. Mientras que los intentos de evasión del impuesto inflacionario llevan a un proceso de "desmonetización" de la economía, lo que incrementa los costos de transacciones, las presiones inflacionarias generan tendencias hacia el control de precios, las limitaciones a las tasas nominales de interés y

otras restricciones a la actividad económica, lo que aumenta las distorsiones ya existentes.

La inflación modifica la rentabilidad relativa de los diversos instrumentos de captación de recursos y reduce la variedad y calidad de los servicios financieros prestados. De esta manera se altera la estructura del sistema financiero, ya que estos fenómenos afectan diferencialmente a las distintas instituciones. En particular, conforme se incrementa la tasa de crecimiento de los precios, tienden a desaparecer del mercado los préstamos inmobiliarios y los préstamos pagaderos en cuotas fijas.^{10/}

Como todos los precios no aumentan al mismo ritmo, los precios relativos se modifican, lo que, unido a la variabilidad de los rendimientos y el control de precios, aumenta el riesgo de las operaciones. Todo esto dificulta la evaluación de los préstamos y acorta el plazo de las operaciones. El sistema financiero pierde su función fundamental de "arbitrador de plazos" entre las operaciones pasivas y activas, con lo que se perjudica el financiamiento de las inversiones de larga maduración. Además, la contabilidad, expresada en valores históricos, deja de tener valor analítico, con lo que se dificulta aún más la evaluación de las carteras de crédito. Como consecuencia de todo esto, la inflación modifica la composición de las carteras de activos de las instituciones financieras, lo que usualmente lleva a una concentración mayor de los flujos de crédito en manos de

unos pocos deudores. El control de las tasas de interés, en estas circunstancias, simplemente agudiza las distorsiones. Si a las instituciones financieras se les obliga a destinar recursos a operaciones de crédito cuyo rendimiento no alcanza a proteger su patrimonio de la inflación, se induce su rápida descapitalización. En algunos casos, incluso, en vista de las deficiencias de la contabilidad tradicional, las instituciones distribuyen generosos dividendos y pagan impuestos basándose en sus ganancias contables, cuando lo que en realidad están distribuyendo es su patrimonio.

Un impacto semejante al de la inflación resulta del control del nivel y estructura de las tasas de interés. Usualmente se estima que los ahorrantes deben ser remunerados por su sacrificio de consumo presente. Además, se supone que las instituciones financieras deben incentivar a los ahorrantes a colocar con ellas sus recursos, mediante el pago de un rendimiento atractivo o el ofrecimiento de un servicio valioso para el depositante. La represión financiera, al volver negativas las tasas de rendimiento sobre los depósitos bancarios y limitar los servicios prestables, implica que los ahorrantes deben pagar para poder mantener sus ahorros en los bancos ! Es decir, con frecuencia los ahorrantes no sólo no reciben un rendimiento atractivo, sino que se ven penalizados por ahorrar. De igual manera, usualmente se supone que los prestatarios deben pagar por el privilegio de recibir recursos escasos a través del sistema crediticio. La

represión financiera implica que a los deudores se les paga para que se lleven los fondos ! Estos procedimientos, sin duda, no contribuyen al sano desarrollo de un sistema financiero nacional y obligan a una dependencia excesiva del financiamiento externo.

Si el tipo de cambio está sobre-valuado, los activos financieros extranjeros resultan demasiado baratos.^{11/} En términos reales generan tasas de rendimiento elevadas y como se espera que eventualmente ocurra una devaluación, los activos financieros extranjeros ofrecen una posible ganancia de capital. El volumen asociado con la fuga de capitales en muchos países sugiere que los costos de obtener estos activos extranjeros no son demasiado elevados, al menos para las unidades económicas más grandes.

Los encajes legales requeridos de los intermediarios financieros le permiten al Banco Central apropiarse de una porción del flujo de fondos de los depositantes, ya sea para los efectos de estabilización macroeconómica, o más usualmente para que la autoridad monetaria le pueda prestar al sector público. Por otra parte, en los países pobres los impuestos tienden a gravar poco otras formas de riqueza que son competitivas con los activos financieros en las carteras de los ahorrantes. La propiedad raíz, por ejemplo, no es suficientemente gravada, con lo que resulta una alternativa atractiva, sobre todo durante períodos inflacionarios. Además, los sistemas tributarios favorecen el autofinanciamiento sobre la intermediación. Cuando

los dividendos de las empresas son retenidos para reinversión son exentos de impuestos, pero si estos dividendos se distribuyen y son depositados por los accionistas en el sistema financiero, para ser trasladados a nuevas inversiones, entonces sí están sujetos a impuestos. Esto favorece una inversión excesiva en las actividades viejas y le resta efectividad al sistema financiero para asignar recursos a proyectos nuevos. Criterios políticos y administrativos en la asignación del crédito con frecuencia no llevan, por otra parte, a una eficiente asignación de los recursos. Como estos mecanismos son muy vulnerables a la influencia de grupos de presión, la asignación del crédito se convierte en un instrumento para efectuar transferencias parcialmente gratuitas a grupos privilegiados de deudores.^{12/}

Finalmente, en la medida en que el sistema financiero recibe recursos baratos del redescuento o a través de la ayuda o préstamos externos, no tiene incentivos para movilizar ahorros internos. El problema con estos recursos especiales es su precio: las tasas subsidiadas del redescuento o de los préstamos internacionales no reflejan el verdadero costo de oportunidad social de estos recursos. Como consecuencia de ello, la movilización de ahorros internos pareciera resultar demasiado cara, cuando en realidad no lo es comparativamente, desde una perspectiva social. Es importante, por lo tanto, diseñar mecanismos de redescuento y para internalizar recursos externos de maneras que no desalienten la captación interna de depósitos.

El Origen Fiscal de la Represión Financiera

En los países industrializados las autoridades monetarias se contentan con jugar un papel de supervisión y de control de la oferta monetaria. En economías pequeñas y abiertas, como la República Dominicana, el control del Banco Central sobre la oferta monetaria es prácticamente nulo. La autoridad monetaria mas bien determina la proporción en que la creación de dinero resulta de la acumulación de reservas monetarias internacionales o de la expansión del crédito interno. Además, en estos países la autoridad monetaria usualmente trata de influir sobre la asignación del crédito interno entre los diferentes sectores de actividad económica.

Este papel de la autoridad monetaria tiene una raíz fiscal. La mayoría de los gobiernos de los países pobres se sienten limitados por el monto de recursos que pueden movilizar de las maneras tradicionales: recaudación de impuestos directos e indirectos, cobro de tarifas por los servicios públicos, etc. Los niveles deseados de gastos, tanto corrientes como de capital, parecen estar siempre más allá de las posibilidades de la recaudación fiscal. En ausencia de un sistema financiero más desarrollado, que permitiera la colocación de bonos y otros instrumentos de deuda pública en el sector privado, el sector público encuentra difícil movilizar ahorro privado voluntario para el financiamiento de sus gastos. No es de extrañar, entonces, que el sector público haya recurrido cada vez más al endeudamiento externo para hacerle frente a sus obligaciones. La otra

fuerza importante de recursos resulta ser, por lo tanto, el sistema bancario nacional. La venta forzada de deuda pública al sistema bancario, usualmente por medio de un elaborado sistema de encajes legales, le da al gobierno un acceso directo a los fondos prestables del sistema. Estos requisitos de encaje sobre los depósitos de los bancos comerciales y las instituciones de ahorro llegan a superar el 50 por ciento en algunos países pobres.

Además, restricciones sobre la estructura de las tasas de interés y otros requisitos de cartera le permiten al gobierno otorgar subsidios a grupos prioritarios, sin necesidad de que estos subsidios aparezcan en el presupuesto nacional y, por lo tanto, aparentemente abulten los gastos que deben ser financiados. Es decir, transferencias que en principio constituyen erogaciones del sector público, en beneficio de ciertos grupos privados, son disfrazadas y excluidas del presupuesto de dicho sector, al convertirlas en subsidios asociadas con el otorgamiento del crédito. Algo semejante ocurre también con la asignación de divisas a precios inferiores al de equilibrio. De esta manera se excluye estas transacciones del escrutinio legislativo y del público. Si bien estas partidas no son incorporadas en el presupuesto fiscal, lo cierto es que el sistema bancario debe también generar los recursos necesarios para cubrir estas erogaciones.

Cuando, dado un nivel de precios estable, no se generan los recursos suficientes para cubrir estos gastos explícitos e implícitos del sector público, el financiamiento de los déficits que

resultan, por medio de la expansión del crédito interno, origina presiones inflacionarias. En economías muy abiertas existen límites precisos al monto de recaudación implícita de este impuesto inflacionario. Las presiones inflacionarias internas llevan a las empresas y familias a demandar tanto bienes y servicios extranjeros como activos financieros y otras inversiones fuera del país, con lo que se provoca un déficit tanto en la cuenta corriente como en la cuenta de capital de la balanza de pagos y una pérdida de reservas monetarias internacionales. Esta pérdida de reservas es simplemente una manifestación de los mecanismos de evasión del impuesto inflacionario y resulta en una contracción de la oferta monetaria. El déficit fiscal termina siendo financiado con las reservas monetarias internacionales del país. Finalmente, si la inflación interna llega a ser suficientemente elevada, la evasión toma también la forma de una sustitución de los activos financieros nacionales por otros activos tangibles (propiedades, inventarios, metales preciosos, etc.). En la medida en que estas sustituciones tienen lugar, la evasión del impuesto inflacionario resulta exitosa y así se reduce precisamente la base sobre la cual puede cobrarse el impuesto, empeorando la situación.

En resumen, cuando el sistema financiero nacional es gravado con el fin de sufragar los gastos el sector público, hay dos consecuencias importantes: por una parte la base impositiva - básicamente la oferta monetaria y el cuasidinero en el sentido

más amplio - se contrae, en vista de los intentos de evasión del impuesto, y como consecuencia de esto, por otra parte, el flujo de fondos prestables en la economía también se reduce. Esta reducción es resultado tanto de la erosión del poder adquisitivo de los fondos, debida al proceso inflacionario, como de la sustitución de activos en las carteras de riqueza y del posible aumento de los requisitos de encaje legal, cuando las autoridades tratan de aliviar las presiones inflacionarias.

Como ya se indicó, el flujo de crédito bancario constituye, en este tipo de economía, el mecanismo más importante para poner en contacto a ahorrantes e inversionistas. La represión financiera que resulta de este proceso reduce el tamaño del sistema bancario y obstaculiza, en este sentido, el proceso de ahorro e inversión, provocando el estancamiento de la economía y la ineficiencia en la asignación de los recursos. Estas ineficiencias se multiplican en vista de las distorsiones introducidas por los controles sobre las tasas de interés. Deudores privilegiados reciben préstamos subsidiados independientemente de la rentabilidad social de sus actividades y, sobre todo en el caso de los bancos de desarrollo públicos, se otorgan muchos préstamos con base en consideraciones políticas y no económicas. En cambio, otros deudores potenciales, con mejores oportunidades, son excluidos de las carteras bancarias por los procesos de racionamiento que se vuelven inevitables, en vista del exceso de demanda, al encontrarse las tasas de interés por debajo del nivel de equilibrio.

El déficit consolidado del sector público

El control de las finanzas públicas--es decir, un equilibrio entre los gastos e ingresos del sector público--es una condición necesaria para evitar la represión de los procesos financieros nacionales. Esto, a su vez, es crucial para estabilizar permanentemente la economía y para facilitar la reactivación de la producción. En la medida en que un elevado déficit fiscal requiere el uso del impuesto inflacionario, el sistema financiero resulta perjudicado.

El impuesto inflacionario es consecuencia de un crecimiento excesivo del crédito interno, usualmente motivado por la necesidad de financiar el déficit fiscal. Para tener una idea precisa acerca de la magnitud del problema es necesario, desde luego, conocer el monto del "verdadero" déficit que debe ser financiado con la expansión del crédito interno. En el Cuadro 1 se enumeran las fuentes y usos de los recursos del sector público, a fin de identificar los componentes del verdadero déficit fiscal que habrá que financiar.^{13/}

Cuadro 1Deficit Fiscal Consolidado

<u>FUENTES DE RECURSOS</u>	<u>USOS DE RECURSOS</u>
1. Tradicionales:	1. Gastos de Gobierno Central:
Impuestos netos	Corrientes
Tarifas de servicios	De Capital
públicos	
Venta de productos	
2. Extranjeros:	2. Gastos del resto del resto
Préstamos	del sector público:
Donaciones	Instituciones autónomas
	Empresas públicas
3. Sistema financiero:	3. Subsidios implícitos:
Crédito del Banco	Crédito (tasa de interés,
Central (impuesto	morosidad)
inflacionario)	Divisas
Colocación de bonos	Avaless
en los bancos	
comerciales (encajes)	
Movilización de ahorros	

Es práctica ya generalizada medir el monto del déficit fiscal no solamente con respecto al Gobierno Central, sino tomando en cuenta también el resto del sector público. Con frecuencia tal medición resulta difícil, sobre todo si no existe un sistema uniforme de reportes y controles. Entre estos gastos deben incluirse tanto los de las instituciones descentralizadas como los de las empresas bajo el control del sector público, aun cuando éstas estén realizando actividades propias del sector privado. Lo que aquí interesa no es la naturaleza de las funciones acometidas ni la afiliación de los beneficiarios, sino más bien cuantificar la magnitud del problema de financiamiento a que las

actividades del sector público dan origen. Se supone que estas actividades gozan de prioridad a la hora de asignarse el crédito interno y, por lo tanto, que el resto de la economía, aunque más sujeta a la disciplina del mercado, deberá contentarse con el residuo.

Una cuantificación apropiada de este problema de financiamiento obliga, además, a consolidar el déficit no financiado de todo el sector público con los subsidios implícitos que surgen, principalmente, del otorgamiento de préstamos a tasas de interés demasiado bajas o de divisas a tipos de cambio preferenciales. El problema puede también surgir cuando se otorgan avales por préstamos externos obtenidos por agencias públicas o privadas, que eventualmente resultan insolventes, o cuando se tolera la mora en los bancos de desarrollo públicos. Estas transferencias no tendrían lugar en ausencia de la intervención estatal y por lo tanto constituyen una erogación que resulta de las acciones del sector público. Si no aparecen al lado de otros subsidios en los presupuestos fiscales es por un subterfugio legal, pero igualmente deben ser financiadas.

Un examen cuidadoso de estas cuentas fiscales consolidadas, presentadas aquí de manera sumamente simplificada, permite apreciar, en primer lugar, que el problema del financiamiento asociado con las actividades del sector público es mayor de lo que usualmente se reconoce. En segundo lugar, estas cuentas permiten reconocer las diferentes maneras como el eficaz funcionamiento del sistema financiero afecta la magnitud del problema fiscal.

Desde la perspectiva de los usos de los recursos, las políticas financieras y cambiarias en vigencia determinan la magnitud de los subsidios implícitos que deben ser financiados. En la medida en que se otorguen divisas a tipos de cambio subsidiados, sobre todo cuando se compran a un precio mayor que al que se venden, se crea un problema de financiamiento del diferencial cambiario.

Más importante todavía es el subsidio implícito en la estructura de las tasas de interés. Cuando el crédito no es otorgado a un precio equivalente a su verdadero costo de oportunidad social, hay una transferencia parcialmente gratuita de recursos. Supóngase, conservadoramente, que el costo de oportunidad social de los recursos prestados sea 10 por ciento al año, en términos reales. Si la tasa nominal de interés que se cobra sobre los préstamos es de 10 por ciento al año, pero la tasa de inflación es de 30 por ciento al año, entonces la tasa real de interés que se ha cobrado es negativa e igual a -15.4 por ciento al año.^{14/} Como se debió haber cobrado una tasa positiva de 10 por ciento y se cobró una tasa de -15.4 por ciento, en dicha transacción crediticia hay un subsidio implícito equivalente al 25.4 por ciento del préstamo. Es decir, de cada 100 pesos prestados, 25.40 pesos constituyeron una transferencia gratuita, un regalo.

Si la tasa implícita de subsidio es 25 por ciento y si el monto de crédito otorgado a la tasa subsidiada representa 30 por ciento del producto interno bruto, entonces el monto total del

subsidio desembolsado equivale a 7.5 por ciento de dicho producto. Este es un monto considerable, comparable en muchos países pobres a los niveles del déficit del Gobierno Central. Es decir, este subsidio podría fácilmente duplicar la magnitud del problema de financiamiento que se origina de las acciones del sector público. Sin embargo, su impacto nunca se discute a la hora de examinar el desequilibrio fiscal. Una reforma financiera que, por otra parte, redujera la magnitud de este subsidio implícito, contribuiría a la estabilización macroeconómica, puesto que reduciría la tasa a que debe incrementarse el crédito interno del Banco Central y la magnitud del impuesto inflacionario requerido para hacerle frente a esta erogación.

El sector público es, por otra parte, uno de los principales beneficiarios del crédito subsidiado. Un aumento de las tasas de interés, por lo tanto, pareciera agravar el problema fiscal, en la medida en que incrementa los costos del servicio de la deuda interna. Esto explica por qué, con frecuencia, los Ministerios de Hacienda resisten una reforma financiera. Este empeoramiento de la situación fiscal es ilusorio, sin embargo. Lo que en realidad ocurre es que un gasto implícito--el subsidio crediticio--es sustituido por un gasto explícito--los intereses pagados sobre la deuda pública. Esta partida ha sido trasladada desde la categoría de subsidios implícitos, a la de gastos del Gobierno Central y de otras instituciones del sector público, siempre del lado de usos de los recursos en las cuentas fiscales

consolidadas. El procedimiento contable de registrar explícitamente los subsidios es atractivo, porque le da más transparencia a las operaciones del sector público; es decir, le permite al público, a través de los mecanismos de control político, tener una mejor idea acerca del verdadero costo social de las actividades estatales y así decidir, con mejores elementos de juicio, cuál es el tamaño del sector público que la sociedad está dispuesta a sufragar.

Desde la perspectiva de las fuentes de los recursos, por otra parte, el funcionamiento eficaz del sistema financiero contribuye de una manera crucial a la estabilidad macroeconómica. Muchos países pobres han alcanzado ya niveles de endeudamiento externo excesivos. El servicio de estas cuantiosas deudas restringe demasiado las importaciones, que en su mayoría consisten en bienes de capital, insumos intermedios y materias primas, principalmente para el sector industrial. En todo caso, en vista de las dificultades generalizadas de pago, el acceso a los recursos externos se ha visto drásticamente reducido. Muchos de estos países deberían, desde luego, aumentar las tarifas que se cobran por los servicios de las instituciones públicas e incrementar las tasas de impuesto, así como reducir la evasión. En muchos casos, sin embargo, se presentan obstáculos políticos insuperables o dificultades administrativas importantes, que impiden el uso de esta ruta para financiar los gastos públicos. Además, en períodos de contracción, aumentos en las tasas impositivas no necesariamente llevan a una mayor recaudación. El

sistema financiero nacional, por lo tanto, tiene que llenar el vacío creado por el agotamiento de estas otras fuentes de recursos.

Ya se ha indicado que la posibilidad de colocar bonos entre el público es limitada, en vista de la ausencia de un mercado amplio de valores. El financiamiento bancario se convierte, de esta manera, en el mecanismo con que deben cubrirse los gastos no financiados por las demás fuentes. El sistema financiero contribuye en la proporción en que el crédito interno se destine al sector público en lugar del sector privado. Los instrumentos para canalizar el crédito hacia el sector público son la asignación del crédito del Banco Central entre el Ministerio de Hacienda, por un lado, y los programas de redescuento o préstamos directos a los bancos comerciales y de desarrollo, por otro lado, así como el nivel de los encajes legales. También se pueden usar con este propósito límites (topes) a los montos de crédito autorizados para el sector privado. Entre mayor sea el déficit fiscal, mayor va a ser el estrujamiento (crowding out) del sector privado en las carteras bancarias. Como en este tipo de economía el sistema bancario juega un papel crucial como intermediario entre ahorrantes e inversionistas, la reducción del crédito disponible para el sector privado reduce los flujos de ahorro financiero y de inversión y lleva al estancamiento de la producción.

Una reducción importante de la participación relativa del sector privado en las carteras bancarias puede no ser suficiente

para financiar el déficit fiscal consolidado. Otras veces, el sector privado cuenta con poder político como para pretender bloquear la disminución en los niveles de crédito que se le otorga. En ambos casos, la reacción de las autoridades monetarias es con frecuencia es aumentar más rápidamente aún el crédito interno, a fin de atender todas las demandas. Esto acelera el proceso inflacionario. Otras veces la reacción consiste en racionar aún más estrictamente el otorgamiento del crédito a los diferentes actores del sector privado, para garantizar su destino hacia actividades prioritarias. Tanto el proceso inflacionario como el recrudecimiento de los controles administrativos sobre las carteras bancarias, a su vez, reducen aún más el monto real de los fondos prestables.

Una vez que se recurre al impuesto inflacionario para hacerle frente al déficit fiscal consolidado se presenta el problema de evasión. Como se ha indicado, la evasión de este impuesto es particularmente fácil, en vista de las oportunidades para sustituir activos en las carteras de riqueza. En un país como la República Dominicana, cuya economía es excepcionalmente abierta a los movimientos de bienes y de capitales, les, implementar una política fiscal expansiva, financiada mediante la emisión de dinero, resulta prácticamente imposible. La combinación de políticas fiscal y crediticia expansivas genera inevitablemente aumentos en el nivel de la demanda agregada (excesos de oferta de dinero), con la consiguiente secuela de deterioro en la balanza comercial, salida de capitales, pérdida de las reservas

monetarias internacionales y aceleración del proceso inflacionario interno. La persistencia de tal política fiscal y crediticia expansiva contrarresta el efecto estabilizador de las pérdidas de reservas, generando presiones adicionales sobre los precios y la balanza de pagos.^{15/} Al agotarse las reservas monetarias internacionales y perderse el acceso al crédito externo, sobre todo si se persigue el objetivo de no devaluar la moneda del país, debe recurrirse al control de las importaciones, lo que usualmente reduce la recaudación tributaria y empeora el problema fiscal.

Las restricciones a las importaciones y el control de cambios además generan incentivos para la formación de mercados paralelos de divisas. A su vez, la diferencia entre el tipo de cambio oficial y la cotización en el mercado paralelo crea incentivos para la adquisición de divisas al tipo de cambio oficial, a través de los conocidos mecanismos de sobrefacturación y subfacturación de las transacciones de bienes y servicios, con lo que en definitiva se termina alentando la compra de divisas. Además, las limitaciones al comercio internacional de bienes y servicios transforman el carácter de los desequilibrios, los que en lugar de ajustarse a través del sector externo, se ajustan a través del aumento de los precios internos. Esto da lugar a diferencias entre la tasa de inflación interna y la del resto del mundo, con lo que se acumulan más presiones sobre el valor externo de la moneda nacional.

Si además de inflación se introducen restricciones a las tasas de interés, de manera que el rendimiento real de los depósitos bancarios se vuelve negativo, o cuando las tasas de interés nacionales, corregidas por las expectativas de devaluación, resultan demasiado bajas en comparación con las internacionales, tiene lugar un proceso gradual del "huída del dinero" fuera del sistema institucional. A su vez, la vigencia de estas restricciones en los mercados financieros institucionales incentiva la formación de mercados financieros informales o paralelos. El ahorrante siempre puede sustituir los activos financieros nacionales, mal remunerados, por activos del mercado paralelo, por divisas o por bienes reales que le permitan protegerse mejor del impuesto inflacionario. Desde luego, este proceso de "huída del dinero" tiende a agravar tanto el problema de balanza de pagos como el problema inflacionario y aumenta el déficit fiscal. Tipos de cambio más elevados aumentan el costo de los bienes y servicios importados por el sector público, mientras que el estancamiento de la economía reduce aún más la recaudación tributaria.

En términos reales, el monto de los recursos que se pueden extraer con el impuesto inflacionario depende tanto de la tasa a que éste se cobra (que refleja la tasa de crecimiento nominal de la base monetaria), como de la magnitud de la base sobre la que recae el impuesto, la que a su vez depende del tamaño real del sistema bancario. Un aumento en la tasa de inflación, así como la imposición de restricciones a las tasas de interés o de un

tipo de cambio sobrevaluado, podrían más bien reducir el monto de los recursos recaudados. Estas medidas reducen la base sobre la que se cobra el impuesto, con lo que la recaudación disminuye. Para obtener el mismo monto de recursos a partir de una base impositiva menor, sería necesario incrementar la tasa del impuesto, es decir, la tasa de inflación. Esto no sólo tiene graves consecuencias en otros campos sino que, dadas las elasticidades correspondientes, podría no ser suficiente para aumentar la recaudación. En una economía abierta, las elasticidades cruzadas de sustitución del numerario y de los depósitos bancarios con otros activos financieros y dinero extranjero son muy elevadas. En todo caso, ante esta "huída del dinero", sólo con tasas de inflación más elevadas se podría aumentar la extracción de recursos adicionales para financiar el déficit.

En presencia de represión financiera, por lo tanto, la tasa de inflación requerida para financiar un determinado déficit fiscal consolidado es mayor de lo que tendría que ser. La reducción del tamaño real del sistema bancario, además, agrava el problema de "estrujamiento" del sector privado en las carteras de crédito. Una reforma financiera que estimulara a los ahorrantes a mantener su riqueza en la forma de activos financieros nacionales, por otra parte, haría posible financiar un déficit dado con una tasa de inflación menor y con menos restricción de los montos de crédito disponibles para el sector privado. Además, si la extracción resulta de la imposición de encajes elevados sobre los

depósitos a la vista, uno estaría concentrando el esfuerzo impositivo en aquella porción de la demanda por activos financieros nacionales que es menos elástica. Requisitos de encaje demasiado elevados, sin embargo, tienen también como consecuencia una disminución de la base impositiva, sobre todo cuando estos encajes se aplican a los depósitos de ahorro y a plazo, que muestran una mayor elasticidad. Encajes demasiado elevados podrían ser así inflacionarios. Lo importante es encontrar los niveles óptimos de dichos encajes, a fin de que el financiamiento del déficit fiscal pueda ocurrir con la menor tasa de inflación menor posible y con el grado de estrujamiento del sector privado en las carteras de crédito.

Composición de la Cartera de Crédito

Al reducirse el tamaño del sistema financiero, como consecuencia del impuesto inflacionario, también se modifica la composición de las carteras de crédito. No sólo aumenta la participación relativa del sector público y disminuye la del sector privado; la contracción afecta a las distintas clases de deudores de una manera no uniforme. El sentido en que la composición de la cartera cambia depende de los criterios de racionamiento que utilicen las diferentes instituciones financieras, así como de los mecanismos que empleen para asignar el crédito.

Todo préstamo tiene tres aspectos: su tamaño, la tasa de interés que se cobra y los demás términos y condiciones del

contrato. Dadas las limitaciones que restringen las tasas de interés que se pueden cobrar, la institución crediticia se ve obligada a modificar, ya sea el tamaño del préstamo, ya sea esas otras condiciones asociadas con el mismo. Estos cambios en el tamaño y las condiciones de los préstamos no afectan a todos los deudores por igual.

Conforme la disponibilidad de fondos prestables disminuye en el sistema, su costo de oportunidad se incrementa. Dado un exceso de demanda por el crédito bancario, las instituciones deben racionar los préstamos mediante modificaciones en su tamaño o en sus términos y condiciones. Entre otras cosas, las instituciones toman en cuenta los costos de atender a las diferentes clases de deudores, así como los riesgos de falta de pago asociados con diferentes tipos de préstamos. Los bancos también toman en cuenta la existencia de "relaciones bancarias" más antiguas con ciertos clientes o la magnitud de los depósitos y otras operaciones de un prestatario particular. Poder e influencia política son también factores que afectan la asignación del crédito.

De acuerdo con la "ley de hierro de las restricciones a las tasas de interés", cuando los costos y riesgos de prestar aumentan, los fondos prestables se vuelven más escasos o las tasas reales que se pueden cobrar se vuelven más bajas, las instituciones modifican el tamaño de los préstamos de maneras predecibles pero no uniformes.^{16/} En el caso de deudores preferidos, a quienes se les satisface plenamente la demanda de crédito a la

tasa de interés vigente, el tamaño real de los préstamos otorgados aumenta. En el caso de otros deudores, a quienes se les ha estado otorgando préstamos más pequeños que los que ellos demandan, el tamaño real de sus préstamos se reduce aún más.

Finalmente, un determinado número de deudores marginales son excluidos totalmente de las carteras de préstamos. En otros casos, las instituciones restringen los términos y condiciones de los préstamos, excluyendo implícitamente a quienes no pueden hacerle frente a estos costos mayores de tomar prestado.^{17/}

Estos cambios en los tamaños de los préstamos provocan una redistribución de las carteras de crédito y usualmente llevan a una concentración mayor de los montos prestados en unas pocas manos. Los deudores preferidos usualmente son unidades económicas grandes, productores acomodados e influyentes, quienes posiblemente son también accionistas del banco, o deudores con una larga historia de buen crédito en la institución. Usualmente destinan los recursos a actividades poco riesgosas, como el comercio o cultivos tradicionales para la exportación. Los deudores a quienes perjudica el procedimiento de racionamiento, por otro lado, tienden a ser pequeños, provenientes de lugares más remotos, menos conocidos en el banco, posiblemente clientes relativamente nuevos, tal vez dedicados a cultivos de subsistencia o para el consumo interno, tal vez empeñados en intentar innovaciones con las que la institución está poco familiarizada. Los cambios en la composición de las carteras de los bancos, por lo tanto, afectan tanto la asignación de los recursos como la

distribución del ingreso. Es de esperarse que estos cambios, por ejemplo, reduzcan la participación relativa de la agricultura en la asignación del crédito y excluyan a un buen número de clientes nuevos y pequeños. El grupo más afectado parece ser el de pequeños productores rurales. Políticas financieras menos represivas ayudarían a minimizar el impacto negativo de estos cambios en la composición de las carteras.

Contenido de la Investigación

En las páginas anteriores se ha presentado un marco teórico de referencia que se espera contribuya a orientar la investigación que se emprenderá bajo los auspicios del Proyecto de Movilización del Ahorro Rural. Este marco de referencia recoge tanto algunas contribuciones doctrinales recientes como los resultados de la investigación y experiencias de campo, principalmente en proyectos de OSU. Desde luego, otros temas importantes deben ser abordados y el investigador potencial debe dirigirse a la literatura correspondiente para su elucidación. Especial atención adicional debe prestársele al tema de los costos de transacciones.

Las consideraciones presentadas sugieren la deseabilidad de explorar, al menos, los siguientes temas:

1. La magnitud, dirección y determinantes de los flujos de fondos en la República Dominicana. No se puede medir y entender la disponibilidad de fondos prestables en el sector agropecuario si no se cuenta con una visión global del movimiento de fondos en el

sistema financiero total, formal e informal. Es el sector rural un prestatario o un prestamista neto en la economía? A qué se debe esta posición? Cuáles son los incentivos que hacen que los fondos fluyan desde la economía rural hacia la urbana o en la dirección contraria? Qué tipo de flujos vinculan los mercados informales con los institucionales? Todas estas preguntas deben ser contestadas.

2. El impacto de las políticas fiscal, monetaria, crediticia y cambiaria sobre el tamaño, composición y comportamiento del sistema financiero. Estas políticas eventualmente inciden sobre la tasa de inflación interna, el nivel "efectivo" del tipo de cambio promedio en la economía, y el nivel, en términos reales, de las tasas de interés activas y pasivas. Cambios en estas políticas inciden sobre las expectativas de inflación y de devaluación que sustentan diferentes sectores de la economía. Estas expectativas, a su vez, entran en la formación de los rendimientos esperados de la posesión de diferentes tipos de activos o de la inversión en diferentes clases de proyectos. La dispersión de las tasas de interés existentes, por su parte, refleja la magnitud de las distorsiones que se transmiten a través de los mercados financieros.

3. El tamaño, modus operandi, estructura y comportamiento de los mercados financieros informales. Qué grado de competencia existe en estos mercados? Cómo se forman los precios (tasas de interés) en los mismos? Cuáles son los términos y condiciones

de los contratos que se efectúan en los mismos? De dónde provienen los fondos que se canalizan a través de estos mecanismos informales y cuál es el destino de los mismos? Qué tipo de vinculación existe entre estos mercados informales y el sector externo de la economía?

4. El comportamiento de los ahorrantes y los determinantes de la proporción de sus ahorros que estos canalizan a través de los mercados financieros formales e informales. A qué tipo de incentivos responden los ahorrantes? Cuál es la elasticidad de esos ahorros ante cambios en variables claves de política? Qué tipo de servicios financieros lograría optimizar el grado de movilización de recursos internos?

5. El impacto de las regulaciones de las autoridades monetarias y financieras sobre la ventaja comparativa que diversos tipos de instituciones financieras tienen para canalizar recursos. En qué medida los encajes legales, requisitos de cartera y otros controles sobre la actividad financiera afectan la rentabilidad asociada con diversos instrumentos para la captación de recursos? Cómo cambios en las políticas afectan la posición relativa de diferentes tipos de instituciones? Qué consecuencias tienen estos cambios en la estructura del sistema financiero sobre la actividad económica del país y, en particular, del sector agropecuario?

6. Los costos de transacciones en la actividad financiera. Estos costos incluyen los costos para los ahorrantes de colocar sus fondos en el sistema, los costos para los intermediarios de

movilizar estos recursos, los costos de los prestamistas de administrar el crédito y los costos para los deudores de obtener los préstamos. De particular importancia es conocer los determinantes y medir la magnitud de los componentes de estos costos. El criterio definitivo de progreso del sistema financiero se encuentra en una reducción de estos costos. Una investigación de estos temas debería generar, por lo tanto, recomendaciones específicas de "cambio tecnológico" en el sistema financiero, que le permita a este prestar sus servicios de una manera más eficiente. Este es, en última instancia, el propósito último del Proyecto de Movilización del Ahorro Rural.

NOTAS

- 1/ Acuerdo de Donación entre el Banco Central de la República Dominicana y los Estados Unidos de America para Movilización de Ahorros Rurales. Agosto, 1983.
- 2/ Joseph A. Schumpeter. The Theory of Economic Development. London: Oxford University Press, 1934.
- 3/ Véase, por ejemplo, W. Arthur Lewis, Teoría del Desarrollo Económico, México: Fondo de Cultura Económica, 1955; Nicholas Kaldor, "El rol de la política monetaria y fiscal en la inflación latinoamericana", en El Desarrollo Financiero de América Latina y el Caribe, Bernardo Paul, ed. Caracas: Instituto Interamericano de Mercados de Capital, 1981; y Joan Robinson, The Rate of Interest, Collected Economic Papers, Volume II, Oxford: Basil Blackwell, 1960.
- 4/ Véase, por ejemplo, Milton Friedman, ed. Studies in the Quantity Theory of Money, Chicago: University of Chicago Press, 1956; Maxwell Fry, "El control monetario para el desarrollo financiero", en El Desarrollo Financiero de América Latina y el Caribe, cit.; Harry G. Johnson, Further Essays in Monetary Economics, Cambridge: Harvard University Press, 1973; y Ronald I. McKinnon, "Money, growth and the propensity to save: an iconoclastic view", en Trade, Stability and Macroeconomics, Horwich and Samuelson, eds. New York: Academic Press, 1974.
- 5/ Véase David Levhari y Don Patinkin, "The role of money in a simple growth model", The American Economic Review, LVIII: 3, September, 1968; Claudio Gonzalez Vega, "Economic growth and financial intermediation: a comment", en Money and Finance in Economic Growth and Development, Ronald I. McKinnon, ed., New York: Marcel Dekker, 1976.
- 6/ Véase John G. Gurley y Edward S. Shaw, Money in a Theory of Finance, Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1960, y Hugh T. Patrick, "Financial development and economic growth in underdeveloped countries", Economic Development and Cultural Change, XIV: 2, January, 1966.
- 7/ Edward S. Shaw, Financial Deepening in Economic Development, New York: Oxford University Press, 1973. Ronald I. McKinnon, Dinero y Capital en el Desarrollo Económico, México: CEMLA, 1974.

- 8/ Véase Ian Little, Tibor Scitovsky y Maurice Scott, Industry and Trade in Some Developing Countries, London: Oxford University Press, 1970; Bela Balassa, The Newly Industrializing Countries in the World Economy, New York: Pergamon Press, 1981; Jagdish N. Bhagwati, Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes, Cambridge: Ballinger Publishing Company, 1978.
- 9/ Respecto a las características del desarrollo financiero véase Raymond W. Goldsmith, Financial Structure and Development, New Haven: Yale University Press, 1969.
- 10/ Ricardo H. Arriazu, "Efectos de la inflación sobre el sistema financiero: posibles soluciones", Caracas: Segunda Conferencia Internacional sobre el Desarrollo Financiero de América Latina y el Caribe, Abril de 1981.
- 11/ Se entiende que el tipo de cambio oficial está sobrevaluado cuando es equivalente a demasiadas pocas unidades de la moneda nacional.
- 12/ Claudio González Vega, On the Iron Law of Interest Rate Restrictions, tesis de doctorado, Stanford University, 1976.
- 13/ Véase Ronald I. McKinnon y Donald J. Mathieson, How to Manage a Repressed Economy, Essays in International Finance No. 145, Princeton University, December, 1981.
- 14/ La tasa real de interés ha sido computada de acuerdo con la fórmula $r = (i - p) / (1 + p)$, donde i es la tasa nominal de interés y p es la tasa de inflación.
- 15/ La pérdida de reservas monetarias internacionales reduce la oferta monetaria del país, disminuyendo la magnitud del exceso de oferta. Estos son resultados centrales del enfoque monetario de la balanza de pagos. Véase Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson, The Monetary Approach to the Balance of Payments, Toronto: University of Toronto Press, 1976.
- 16/ Sobre estos mecanismos de racionamiento, véase Claudio González Vega, "El comportamiento de los prestamistas agropecuarios al racionar el crédito: la ley de hierro de las restricciones a las tasas de interés", en Las Deficiencias del Crédito Barato como Promotor del Desarrollo Rural, Dale W Adams, Claudio González Vega y J.D. Von Pischke, eds. Por publicarse, 1983.

17/ Sobre los costos de tomar prestado véase Carlos E. Cuevas y Douglas H. Graham, "Interest rate policies and borrowing costs in rural financial markets", julio de 1982, y otras publicaciones basadas en las investigaciones del grupo de Ohio.